

1. Überblick: Inflationsaussichten beunruhigen Anleger

Schlechtere Inflationsaussichten beunruhigten im September und Oktober Anleger in aller Welt. Angesichts des Aufwärtsdrucks auf die Verbraucherpreise, zum Teil verursacht durch die hohen Energiepreise, signalisierten die Zentralbanken der USA und des Euro-Raums, dass die Geldpolitik eventuell gestrafft werden müsse, um die Inflationserwartungen unter Kontrolle zu halten. Daraufhin revidierten die Anleger ihre Erwartungen bezüglich künftiger Leitzinsen nach oben. Dies führte zu höheren Anleiherenditen an den wichtigsten Märkten. Verglichen mit ihren Höchstständen von 2004 blieben die langfristigen Renditen jedoch niedrig.

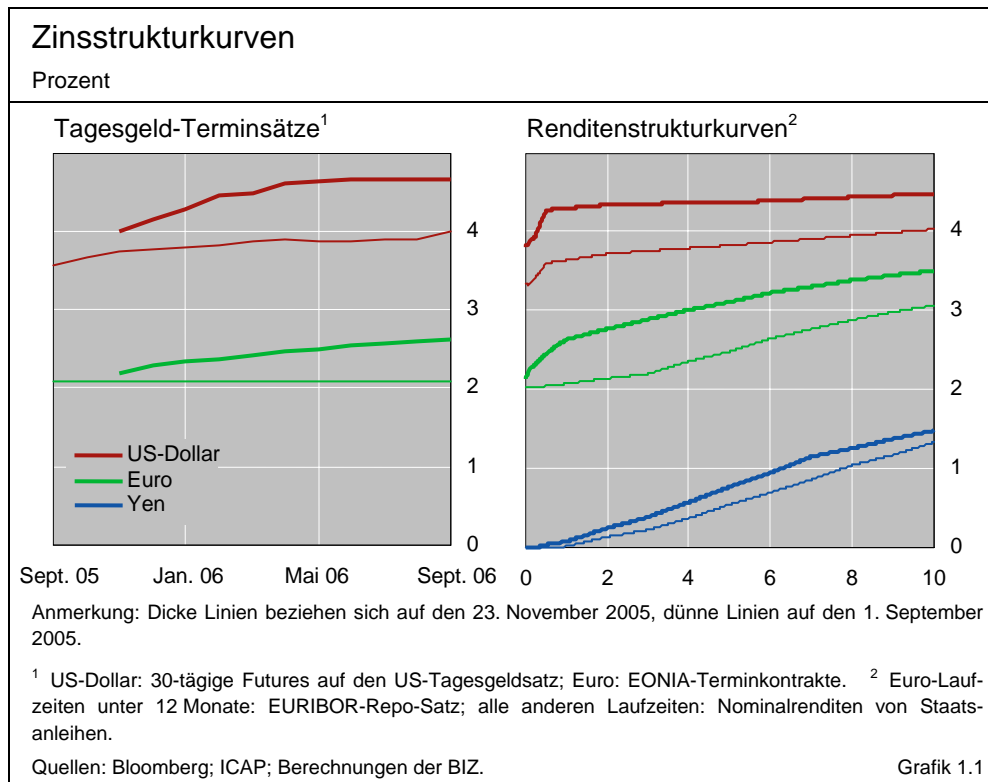
Die Aussichten auf eine raschere Verschärfung der Geldpolitik trugen Anfang Oktober weltweit zu einem Kurseinbruch an den Aktienmärkten bei. Aber im November erholten sich diese Märkte kräftig dank Anzeichen eines immer noch robusten Wachstums in den USA sowie nach Ankündigungen von Fusionen, Aktienrückkäufen und Dividendenerhöhungen. Während dieser ganzen Zeit entwickelte sich der japanische Aktienmarkt besser als die meisten anderen. Eine sich abzeichnende Erholung der Inlandsnachfrage in Japan liess die Aussicht auf ein Ende der jahrelangen Deflation konkreter werden.

Während sich die Renditenaufschläge für Schuldtitel aufstrebender Volkswirtschaften parallel zu den Aktienmärkten entwickelten, koppelten sich die Aufschläge für Unternehmensanleihen offenbar ab. Im Gegensatz zu den Aktienmärkten und den aufstrebenden Volkswirtschaften erholten sich die Märkte für Unternehmensanleihen nie ganz von der Verkaufswelle im Frühjahr 2005. Und als die Aktien im November zulegten, weiteten sich die Renditenaufschläge noch aus. Der Hauptgrund für diese Divergenz waren Bedenken über die Folgen, die die wachsende Zahl von aktionärsfreundlichen Handlungen auf die Bonität der Unternehmen haben könnte.

Anleger revidieren ihre Leitzinserwartungen nach oben

Stetiger Anstieg der langfristigen Renditen ...

Im September und Oktober stiegen die langfristigen Zinssätze an vielen Märkten stetig an. Vom 1. September bis zum 23. November erhöhten sich die Renditen auf 10-jährige Staatsanleihen in den USA und in Deutschland um rund 45 Basispunkte und in Japan um 15 Basispunkte (Grafik 1.1). Zuvor, im

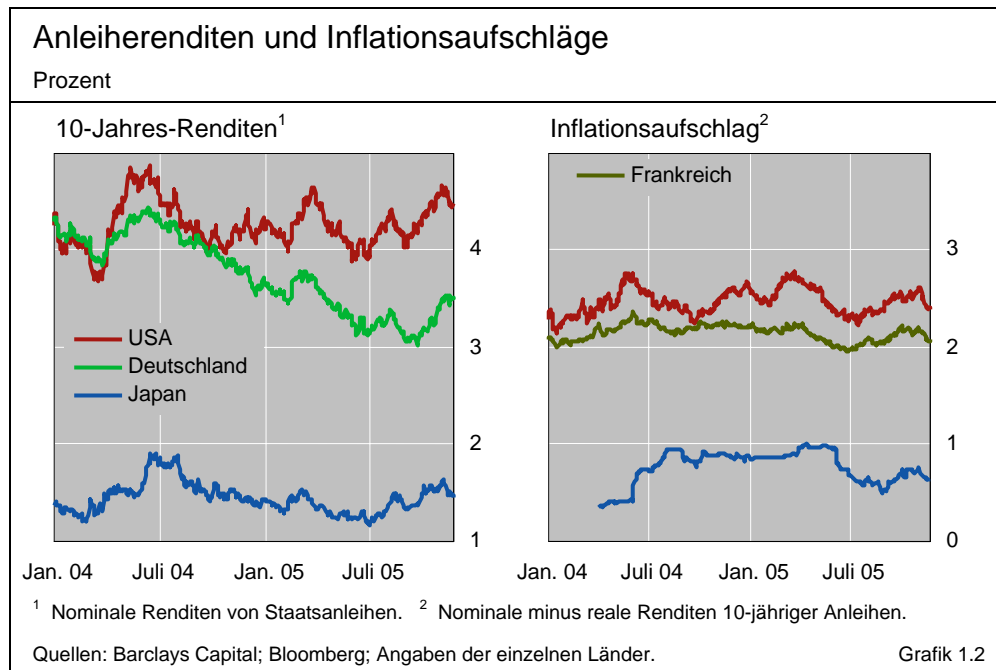


August, waren die Renditen zurückgegangen, und an einigen Märkten waren die langfristigen Zinsen ihrem zyklischen Tiefststand nahe gekommen (Grafik 1.2).

Im November sanken die Renditen wieder leicht, und am Monatsende war noch unklar, ob ihr jüngster Anstieg so kurzlebig sein würde wie frühere Aufwärtsbewegungen. Seit Juni 2004, als in den USA die geldpolitische Straffung begann, folgte auf einen Anstieg der langfristigen Renditen meist rasch ein Rückgang gleichen, wenn nicht grösseren Umfangs. Die US-Dollar-Renditen brachen beinahe aus ihrer Schwankungsbreite des letzten Jahres aus. Sie erreichten am 4. November einen Wert von knapp 4,7%, nur 20 Basispunkte unterhalb ihres Spitzenwerts vom Juni 2004, ehe sie wieder zurückfielen. Die Renditen auf deutschen Bundesanleihen dagegen blieben sogar unterhalb ihres Niveaus von Anfang 2005. Die Renditen auf japanischen Staatsanleihen kletterten Anfang November kurz über 1,6%, den höchsten Stand seit September 2004.

Die 2-jährigen Renditen stiegen im September und Oktober fast ebenso stark wie die längerfristigen Renditen (Grafik 1.1). Dies deutet darauf hin, dass der Anstieg der längerfristigen Renditen vor allem nach oben revidierte kurzfristige Zinserwartungen widerspiegelte. Während die Anleger Anfang September noch davon ausgegangen waren, dass die US-Notenbank bei 4% eine Pause einlegen würde, rechneten sie spätestens im November damit, dass die Federal Reserve die Leitzinsen bis Mitte 2006 auf mindestens 4,75% anheben würde. Im Euro-Raum war erwartet worden, dass die EZB die Zinsen bis 2006 unverändert lassen würde; im November gingen die Anleger jedoch

...infolge erwarteter Leitzinserhöhungen



von einem Anstieg um 50 Basispunkte bis Mitte 2006 aus. In Japan sahen es die Anleger als sehr wahrscheinlich an, dass die Nullzinspolitik bis gegen Ende 2006 aufgegeben würde.

Stärkere Inlandsnachfrage in Japan

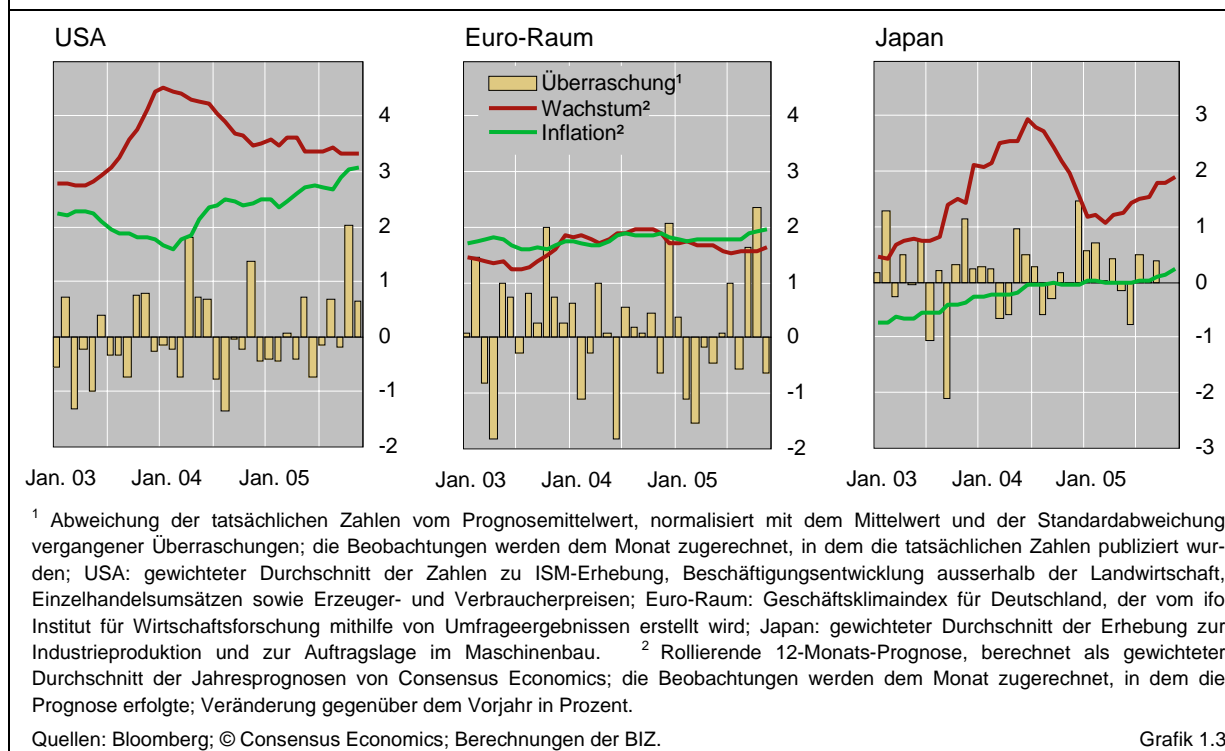
Eine Reihe positiver gesamtwirtschaftlicher Überraschungen trug zu den veränderten Erwartungen bezüglich der Leitzinsen bei. Insbesondere in Japan richteten die Anleger ihr Augenmerk auf zunehmende Anzeichen für eine Erholung der Inlandsnachfrage. Anders als für alle übrigen wichtigen Wirtschaftsräume revidierten die Analysten ihre Prognosen für das Wirtschaftswachstum Japans im dritten Quartal erheblich nach oben (Grafik 1.3). Die erfreulicheren Aussichten gaben den Renditen von Staatspapieren Auftrieb.

Auch im Euro-Raum wurden die Wirtschaftsaussichten freundlicher. Die vom ifo Institut und vom ZEW ermittelten deutschen Geschäftsklimaindizes z.B. fielen im September und Oktober positiver aus als erwartet. So waren die Wirtschaftsdaten aus den USA für die Entwicklung der Euro-Renditen weniger entscheidend als zuweilen in der Vergangenheit. Dank der verbesserten Aussichten blieben die Euro-Renditen im Zeitraum 4.–23. November unverändert, während gleichzeitig die langfristigen Dollarrenditen um etwa 20 Basispunkte nachgaben.

Begrenzte Hurrikanfolgen

In den USA waren die Folgen der Hurrikane für das Wirtschaftswachstum weniger weitreichend als zunächst angenommen. Die nach den Verheerungen durch den Hurrikan Katrina Ende August in die Preisbildung eingeflossene Erwartung, die Federal Reserve werde ihre Zinserhöhungen vorübergehend aussetzen, wurde im September allmählich revidiert. Ende September richtete der Hurrikan Rita weniger Schaden an als zunächst befürchtet. Der am 7. Oktober veröffentlichte Arbeitsmarktbericht (ohne Landwirtschaft) fiel weit positiver aus als erwartet und bestätigte die Widerstandskraft der Wirtschaft. Allerdings reagierten die Anleihemärkte ungewöhnlich schwach auf den Bericht. Die Dollarrenditen gingen an jenem Tag sogar leicht zurück, obwohl

Gesamtwirtschaftliche Daten



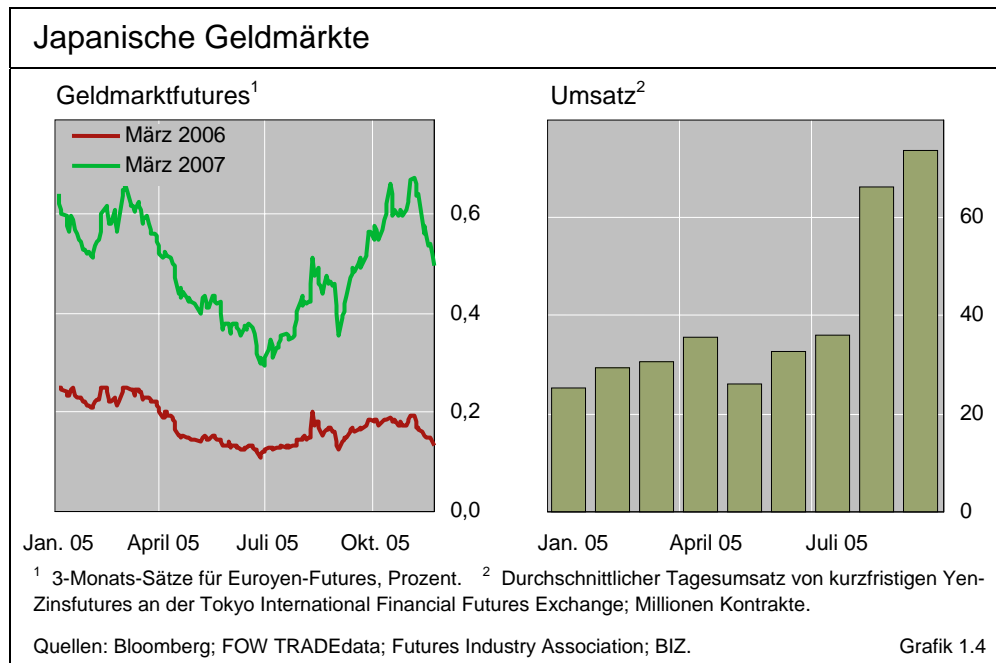
die Beschäftigungsentwicklung die Erwartungen um mehr als 100 000 Arbeitsplätze übertraf. Dies legt die Vermutung nahe, dass Anleiheanleger den Arbeitsmarktdaten weniger Bedeutung beimessen als in früheren Phasen des Aufschwungs.

Stattdessen galt das Hauptaugenmerk der Anleger dem Potenzial steigender Energiekosten, den Inflationsdruck zu erhöhen. Zwar hielten sich die Ölpreise nicht auf der Rekordhöhe, die sie Ende August während des Hurrikans Katrina erreicht hatten, doch waren sie im September noch immer um 30% höher als ein Jahr zuvor. Noch grösser war die Preissteigerung bei den Raffinerieprodukten. Diese Verteuerungen schürten die Inflationserwartungen. Insbesondere in den USA lagen die kurzfristigen Inflationsprognosen von Analysten im September und Oktober markant höher (Grafik 1.3). Auch die längerfristigen Inflationserwartungen der privaten Haushalte stiegen, ebenso die aus den nominalen und den realen Anleiherenditen abgeleiteten Inflationsschläge (Grafik 1.2).

Besorgnis über
Inflationsdruck

Vertreter von Zentralbanken, insbesondere in den USA und dem Euro-Raum, warnten alsbald, dass eine weitere Straffung der Geldpolitik nötig werden könnte, um die Inflationserwartungen im Zaum zu halten. Dies setzte die Renditen unter zusätzlichen Aufwärtsdruck. Als beispielsweise der EZB-Rat am 13. Oktober im Monatsbericht mahnte, hinsichtlich des Inflationsdrucks sei „grosse Wachsamkeit“ geboten, trug dies zu einem deutlichen Anstieg der Renditen auf deutschen Bundesanleihen bei.

In Japan festigten sich die Erwartungen einer Preissteigerung im kommenden Jahr, und so wuchs die Aufmerksamkeit dafür, wann und wie die



Keine baldige Änderung der Politik der Bank of Japan erwartet

Bank of Japan ihre derzeitige unkonventionelle Politik aufgeben könnte. Bei steigender Unsicherheit bezüglich der Entwicklung der Leitzinsen nahm der Handel mit Yen-Geldmarkt-Futures ab August deutlich zu (Grafik 1.4). Erklärungen von Vertretern der Bank of Japan im September und Oktober gaben den Erwartungen einen Anhaltspunkt, sodass die Geldmarktsätze unverändert blieben, selbst als die Anleiherenditen stiegen. Diese Erklärungen wurden so interpretiert, dass die Nullzinspolitik frühestens im nächsten Fiskaljahr aufgegeben würde. Die implizite Rendite der Ende März 2007 auslaufenden 3-monatigen Yen-Futures legte nämlich von Anfang September bis Mitte Oktober rund 25 Basispunkte zu, während bei den gleichen Futures mit Verfall am Ende des derzeitigen Fiskaljahres, d.h. Ende März 2006, kaum Bewegung zu beobachten war.

Aktienmärkte unbeeindruckt von Zinsanstieg

Die Aktienmärkte schienen von der Aussicht auf Leitzinsanhebungen zunächst recht wenig beeindruckt. Ausser in den USA erreichten viele Märkte im September mehrjährige Höchstwerte (Grafik 1.5). Im Oktober gaben die Märkte nach, nicht zuletzt wegen Sorgen bezüglich höherer Leitzinsen. Im November stiegen sie jedoch wieder bis annähernd auf ihre Höchstwerte vom September, in Japan sogar markant höher. Am 18. November schloss der TOPIX auf seinem höchsten Stand seit Mitte 2000 und der S&P 500 auf seinem höchsten Stand seit Mitte 2001.

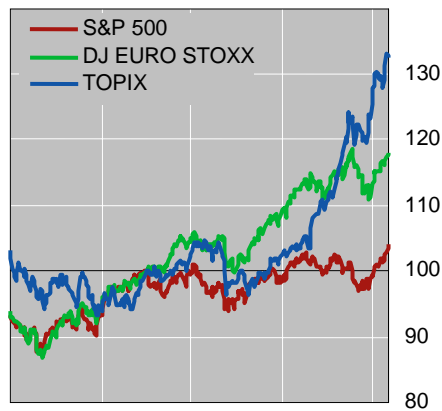
Besorgnis über mögliche Zinserhöhungen der Federal Reserve

Im September schienen Aufwärtskorrekturen der Gewinnprognosen, untermauert durch Anzeichen robusten Wirtschaftswachstums, den Märkten Auftrieb zu geben (Grafik 1.6). Doch in der ersten Oktoberhälfte wurde aus dem Überschwang Besorgnis, und die Aktienmärkte brachen weltweit ein. Auslöser der Verkaufswelle war eine Rede des Präsidenten der Federal

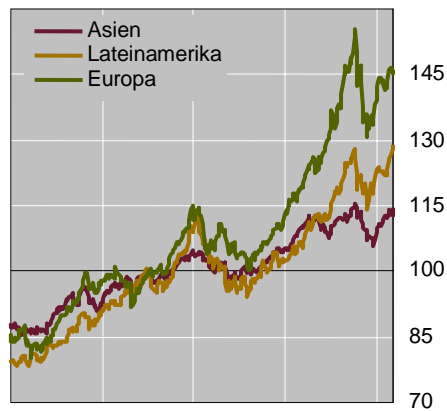
Aktienkurse

In Landeswährung; 31. Dezember 2004 = 100

Wichtigste Indizes



Aufstrebende Volkswirtschaften¹



Juli 04 Nov. 04 März 05 Juli 05 Nov. 05

Juli 04 Nov. 04 März 05 Juli 05 Nov. 05

¹ Aktienindizes von Morgan Stanley Capital International.

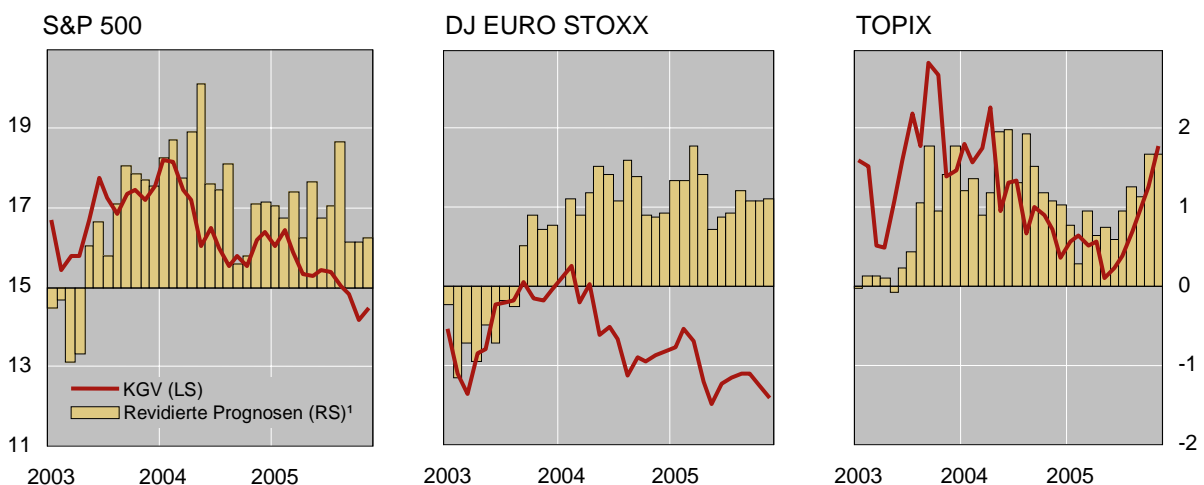
Quellen: Bloomberg; Datastream.

Grafik 1.5

Reserve Bank of Dallas am 4. Oktober, in der er sagte, die Inflation sei nahe an der Obergrenze der Toleranzzone der Fed. Auf die Anleihemärkte hatte diese Bemerkung wenig Wirkung – sie hatten die Möglichkeit einer frühere Erwartungen weit übersteigenden Leitzinsanhebung zur Zgelnung der Inflation schon im September in die Preisbildung einbezogen. Der Aktienindex S&P 500 hingegen sackte am 4. Oktober um 1% ab. Auch die Börsen in Asien und Europa brachen am nächsten Tag gleich nach Handelsbeginn ein.

Gewinnerwartungen und Bewertungen am Aktienmarkt

Basis: 12-Monats-Gewinnprognosen



¹ Diffusionsindex der pro Monat revidierten 12-Monats-Prognosen für den Gewinn je Aktie, berechnet als prozentualer Anteil der Unternehmen, für die die Analysten ihre Gewinnprognosen nach oben revidierten, zuzüglich des halben prozentualen Anteils der Gesellschaften, für die die Analysten ihre Gewinnprognosen unverändert liessen; um die systematische Überschätzung der Gewinne durch die Analysten zu berücksichtigen, wurde der Mittelwert des Diffusionsindex für den Zeitraum 2000–02 (S&P 500 = 43,8; DJ EURO STOXX = 40,8; TOPIX = 45,9) von der Beobachtung jedes Monats abgezogen.

Quellen: I/B/E/S; Berechnungen der BIZ.

Grafik 1.6

Ungewöhnlich hohe Volatilität ...

In den nachfolgenden Wochen zeigten sich die Aktienmärkte ungewöhnlich volatil. Die implizite Volatilität stieg im Oktober an einigen Märkten auf den höchsten Stand seit einem Jahr (Grafik 1.7). Dies spiegelte zum Teil eine schwindende Risikobereitschaft der Anleger wider. Die Preise von Aktienindexoptionen auf den S&P 500, den DAX 30 und den FTSE 100 ebenso wie ihr Verhältnis zur effektiven Volatilität deuten darauf hin, dass die gemeinsame Komponente der Risikobereitschaft an den Märkten der USA, Deutschlands und des Vereinigten Königreiches im Oktober ihren Jahrestiefstand erreicht hatte.

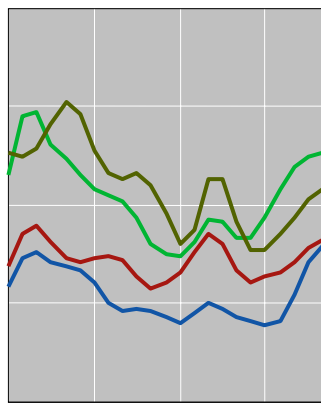
... infolge unsicherer Aussichten

Der Anstieg der impliziten Volatilität zeigte auch eine wachsende Unsicherheit bezüglich der Wirtschaftsaussichten an. Viele Märkte verzeichneten im Oktober starke Kursschwankungen. Beim S&P 500 entfielen fünf der zehn grössten Bewegungen des Jahres 2005 allein auf den Oktober. Die Schwankungen waren in einigen Fällen Reaktionen auf gesamtwirtschaftliche Daten, u.a. die Publikation unerwartet schwacher Zahlen der ISM-Erhebung im Dienstleistungssektor der USA am 5. Oktober. In anderen Fällen waren Gewinnmeldungen massgeblich – die meisten Unternehmen meldeten über den Erwartungen liegende Gewinne. Auch gab es Fälle, in denen die Märkte offenbar auf politische Nachrichten reagierten, darunter die Ernennung des neuen Vorsitzenden der US-Notenbank am 24. Oktober.

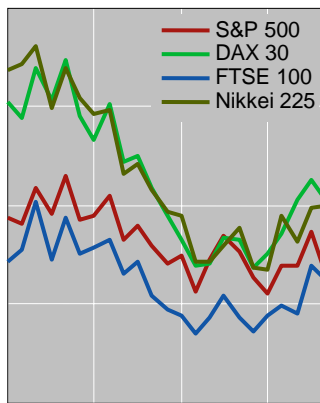
Als sich die Anzeichen für ein weiterhin robustes Wachstum in den USA mehrten, wurden die Anleger schliesslich ruhiger. Am 28. Oktober wurde für die USA ein unerwartet starkes BIP-Wachstum im dritten Quartal gemeldet, worauf der S&P 500 1,7% zulegte. Am folgenden Börsentag meldeten die Märkte des Euro-Raums ihren mit 2,2% bislang höchsten Tagesgewinn

Volatilität und Risikobereitschaft an Aktienmärkten

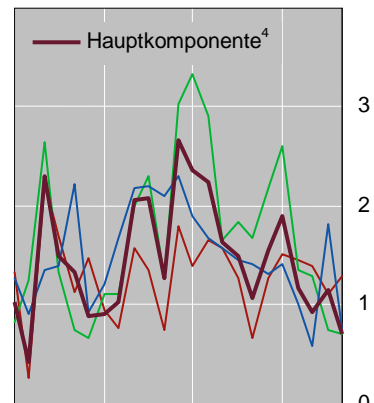
Historische Volatilität¹



Implizite Volatilität²



Risikobereitschaft³



Jan. 04 Juli 04 Jan. 05 Juli 05

Jan. 04 Juli 04 Jan. 05 Juli 05

Jan. 04 Juli 04 Jan. 05 Juli 05

¹ Auf Jahresbasis umgerechnete bedingte Volatilität aus einem asymmetrischen GARCH(1,1)-Modell, geschätzt für den Zeitraum Januar 1996 – November 2005; Monatsdurchschnitte; Prozent. ² Durch den Preis von „at-the-money“-Call-Optionen auf Aktienindizes implizierte Volatilität; Monatsdurchschnitte; Prozent. ³ Indikatoren abgeleitet aus den Differenzen zwischen zwei Verteilungen der Erträge: die eine impliziert durch den Preis von Optionen, die andere basierend auf den anhand historischer Daten geschätzten tatsächlichen Erträgen. ⁴ Erste Hauptkomponente der drei Indikatoren für die Risikobereitschaft, geschätzt für den S&P 500, den DAX 30 und den FTSE 100.

Quellen: Bloomberg; Chicago Mercantile Exchange; Eurex; London International Financial Futures and Options Exchange; Berechnungen der BIZ. Grafik 1.7

des Jahres. Der Aufschwung setzte sich im November fort, unterstützt durch Ankündigungen von Dividendenerhöhungen und Aktienrückkäufen sowie weiteren Fusionen und Übernahmen (s.u.). Bis Mitte November hatten die Aktienmärkte der USA und des Euro-Raums ihre Verluste von Anfang Oktober grösstenteils wieder wettgemacht.

Japans Märkte entwickelten sich weit besser als die meisten anderen. Der TOPIX schnellte vom 1. September bis zum 18. November um 20% hoch. Dagegen stiegen der S&P 500 und der DJ EURO STOXX im gleichen Zeitraum um lediglich 2% bzw. 4%. Wie an den Anleihemärkten reagierten die Anleger in Japan auch an den Aktienmärkten auf die immer freundlicheren Wirtschaftsaussichten. Der TOPIX verzeichnete seinen grössten Tagesgewinn – 2,5% – am 11. Oktober, zum Teil dank unerwartet guter Daten über die Auftragslage im Maschinenbau. Auch politische Entwicklungen wurden stark beachtet. Der überwältigende Erfolg des Premierministers in den japanischen Parlamentswahlen am 11. September wurde als hilfreich für weitere Wirtschaftsreformen wahrgenommen. Auch Gewinnmeldungen beeindruckten die Anleger. Seit Anfang 2005 erhöhen Analysten ihre Gewinnprognosen für immer mehr japanische Unternehmen (Grafik 1.6) – ganz im Gegensatz zu den USA, wo es im September und Oktober weniger Aufwärtskorrekturen von Gewinnprognosen gab als in der ersten Jahreshälfte.

Japans Märkte mit grossem Vorsprung ...

Die Aktienkurse stiegen in Japan noch rascher als die Gewinnprognosen. Dadurch erreichten die Kurs-Gewinn-Verhältnisse die höchsten Werte seit Mitte 2004. Während die Bewertungen der Aktienmärkte der USA und des Euro-Raums im Jahr 2005 abwärts tendierten, bewegten sich die japanischen Bewertungen aufwärts. Dies war zum Teil auf den Überschwang ausländischer Anleger zurückzuführen: Fast das ganze Jahr über bevorzugten die Aktienanleger weltweit japanische Valoren.

... unterstützt durch ausländische Anleger ...

Ganz im Gegensatz zu den anderen Aufschwüngen der japanischen Aktienmärkte in den letzten sechs Jahren fiel die Hausse von 2005 mit einer Yen-Abwertung auf breiter Front zusammen. Im November sank der Yen gegenüber dem Dollar auf den niedrigsten Wert seit zwei Jahren. Ausgelöst wurde dies u.a. dadurch, dass japanische Anleger weit stärker in ausländische Wertpapiere investierten, sodass manche Beobachter zu dem Schluss kamen, dass japanische Anleger weniger Bedenken bezüglich des Währungsrisikos hegten als früher. Ein weiterer Grund der Yen-Schwäche dürfte gewesen sein, dass im Vergleich zu anderen entwickelten Märkten in Japan mit einer deutlich geringeren geldpolitischen Straffung gerechnet wurde (s.o.). Auch gab es vereinzelte Berichte über eine Welle von Carry-Trades von Hedge-Fonds, die den Yen ebenfalls geschwächt habe; hierbei wurden Long-Positionen in Dollar mit Short-Positionen in Niedrigzinswährungen – vor allem Yen – finanziert.

... dennoch schwächerer Yen

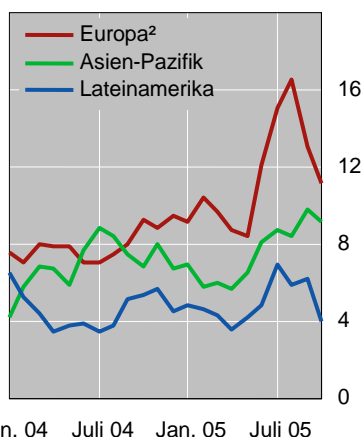
Aufstrebende Volkswirtschaften überraschend widerstandsfähig

Die nach oben revidierten Erwartungen bezüglich der Entwicklung der Leitzinsen hatten auf die Preise von Vermögenswerten aufstrebender

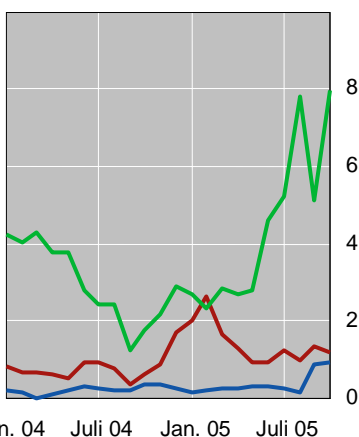
Portfoliokapitalzuflüsse in aufstrebende Volkswirtschaften

Mrd. US-Dollar

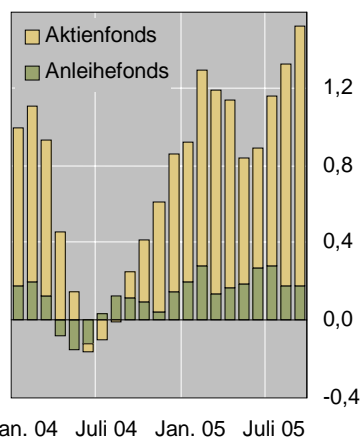
Schuldtitelabsatz¹



Aktienabsatz³



Investmentfonds⁴



¹ Angekündigte Emissionen internationaler Anleihen und Notes zuzüglich bereitgestellter Konsortialkredite, gleitender 3-Monats-Durchschnitt. ² Einschl. Afrika und Naher Osten. ³ Angekündigte Begebungen international vertriebener Aktien, gleitender 3-Monats-Durchschnitt. ⁴ Nettozuflüsse neuer Mittel in spezialisierte Emerging-Market-Investmentfonds mit Sitz in den USA, einschl. Anteilstausch netto.

Quellen: Bloomberg; Dealogic Bondware; Dealogic Loanware; Investment Company Institute; Berechnungen der BIZ.

Grafik 1.8

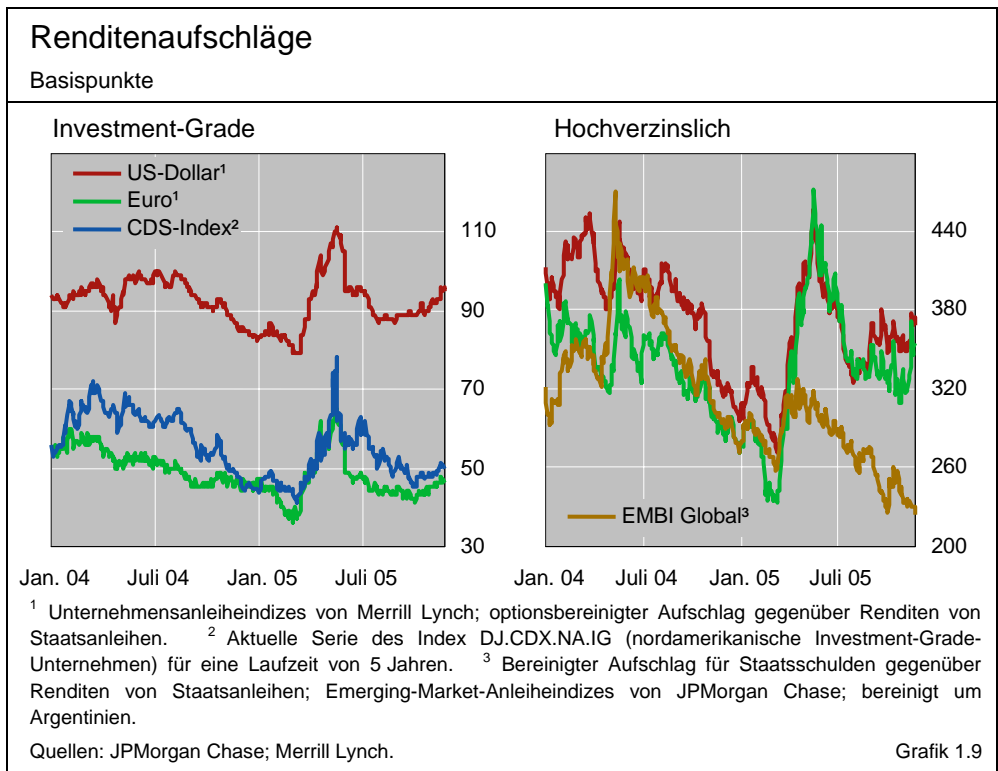
Volkswirtschaften eine überraschend geringe Wirkung. In den letzten Jahren waren die Anleger bereit, zusätzliche Risiken einzugehen, um die Nominalrenditen halten zu können, die sie in Zeiten höherer Zinsen erreicht hatten. Diese Risikobereitschaft trug dazu bei, die Preise für Vermögenswerte aufstrebender Volkswirtschaften in die Höhe zu treiben, und blieb offenbar trotz des erheblichen Anstiegs der kurz- und langfristigen US-Zinsen im September und Oktober bestehen.

Rekordverdächtige
Zuflüsse in
aufstrebende
Volkswirtschaften

Den aufstrebenden Volkswirtschaften kamen im dritten Quartal 2005 Portfolioströme aus dem Ausland zugute, die nahezu Rekordhöhen erreichten (Grafik 1.8). Diese trugen dazu bei, viele Aktienmärkte auf mehrjährige Höchstwerte und die Renditenaufschläge für Staatsanleihen auf einen historischen Tiefststand zu bringen. Von Ende Juni bis Ende September legten die Aktienmärkte aufstrebender Länder, gemessen in Landeswährung, um 12% zu, und der EMBI Global (ohne Argentinien) ging um 60 Basispunkte auf 229 Basispunkte zurück (Grafik 1.9).

Verkaufswelle vom
Oktober begrenzt

Im Oktober verzeichneten die aufstrebenden Volkswirtschaften starke Einbussen, doch die Verkaufswelle erwies sich, verglichen mit den früher im Jahr 2005 oder im April/Mai 2004 beobachteten Preiseinbrüchen, als harmlos. Vom 4. bis zum 28. Oktober gaben die Aktienmärkte Osteuropas⁴, gemessen in Landeswährung, um 13% nach, die Aktienmärkte Asiens um 9% (Grafik 1.5). Die Preise internationaler Staatsanleihen gingen in diesem Zeitraum ebenfalls zurück: Der EMBI Global weitete sich um volle 30 Basispunkte aus (Grafik 1.9). Auch zahlreiche Währungen aufstrebender Volkswirtschaften büssten gegenüber dem US-Dollar an Wert ein, insbesondere höher rentierende Währungen wie der brasilianische Real und der südafrikanische Rand. Als jedoch die Besorgnis über eine Verlangsamung des US-Wirtschaftswachstums nachliess,



erholten sich die aufstrebenden Märkte kräftig von ihren Tiefs Ende Oktober. Ende November waren die Preise für Aktien und Anleihen wieder so hoch wie Ende September.

Während der Verkaufswelle im Oktober schienen die Anleger die jeweilige Stärke der lokalen Wirtschaft wenig zu beachten. Bei den meisten aufstrebenden Volkswirtschaften boten die Fundamentaldaten wenig Anlass zu vermehrter Sorge. Tatsächlich gab es weiterhin mehr Ratingheraufstufungen als -herabstufungen für die aufstrebenden Länder. Unter anderem wurden Brasilien und Russland im Oktober von Moody's auf Ba3 bzw. Baa2 heraufgestuft. Dass der positive Ausblick die Verkaufswelle nicht mässigte, lag möglicherweise daran, dass die Bewertungen der aufstrebenden Volkswirtschaften bereits hoch schienen, ehe die Auswirkungen höherer Zinsen auf das weltweite Wachstum einkalkuliert wurden.

Obwohl sich im Oktober die Nachfrage nach Titeln aufstrebender Volkswirtschaften abschwächte, blieb die Aufnahme neuer Mittel an den internationalen Anleihe- und Kreditmärkten deutlich höher als im Vorjahr (Grafik 1.8). Zwar verringerten oder verschoben manche Schuldner – besonders in Lateinamerika – geplante Anleiheemissionen, doch für die meisten Schuldner blieben die Finanzierungsbedingungen selbst auf dem Höhepunkt der Verkaufswelle günstig. So konnte Vietnam Ende Oktober seine erste internationale Anleihe mit engeren Zinsaufschlägen und in grösserem Umfang auflegen als zunächst angekündigt.

Auch der Aktienabsatz von Gebietsansässigen aufstrebender Länder an den internationalen Märkten brach weiterhin Rekorde. Besonders aktiv waren chinesische Unternehmen, die in den ersten 10 Monaten des Jahres 2005 mehr als \$ 20 Mrd. aufnahmen – fast ebenso viel wie die Emittenten aller

Günstige Finanzierungsbedingungen

Chinesische Unternehmen als Emittenten aktiv

übrigen aufstrebenden Volkswirtschaften zusammen. Im Oktober ging die China Construction Bank als erste der vier grössten chinesischen Banken an eine ausländische Börse. Mit \$ 8 Mrd. war dies die bisher umfangreichste Erstbegebung durch eine Bank und weltweit die höchste seit 2001. Nach dem Beispiel anderer aufstrebender Volkswirtschaften öffnet China sein Bankensystem nun schrittweise für ausländische Mitbewerber und Anleger (s. Feature „Auslandsbanken in aufstrebenden Volkswirtschaften“).

Abkoppelung der Kreditmärkte

Die Entwicklung der Märkte für Unternehmensschuldtitle wich offensichtlich von derjenigen anderer Märkte ab. Nachdem die Risikoaufschläge in den Jahren 2003/04 zusammen mit den Aktienkursen angezogen hatten, zeigten sich in den letzten Monaten Anzeichen einer Abkoppelung. Als die langfristigen Renditen stiegen und die Aktienmärkte fielen, blieben die Spreads auf Credit-Default-Swaps und Anleihen von Unternehmen im Oktober mehr oder minder unverändert (Grafik 1.9). Im November weiteten sich die Spreads trotz der Erholung der Aktienmärkte etwas aus.

Spreads auf Unternehmenstitel leicht steigend ...

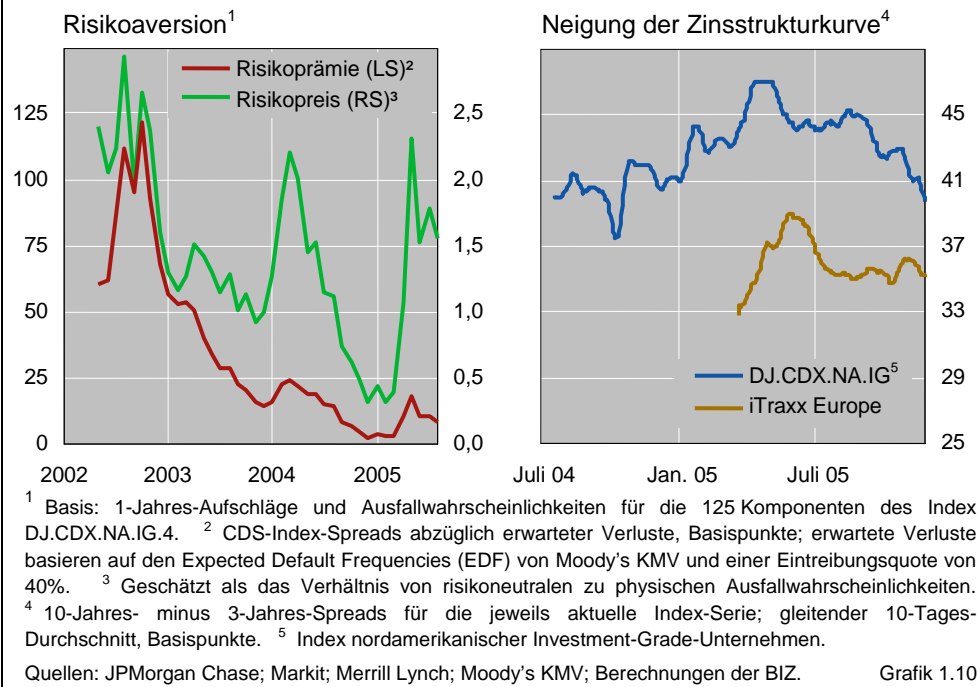
Die Kreditmärkte waren vor Schwankungen des Anlegervertrauens nicht gefeit. Bereits im August hatte bei den Spreads auf Unternehmenstitel ein Aufwärtstrend eingesetzt – mehrere Wochen bevor die Preise anderer Vermögenswerte zu sinken begannen. Im Unterschied zu den Aktienmärkten und den Preisen für Schuldtitle aufstrebender Volkswirtschaften, die im September neue Höhen erklommen hatten, hatten die Märkte für Unternehmensanleihen die Verluste der vorausgegangenen Monate nie ganz aufgeholt. Am US-Dollar-Markt standen die Spreads auf Investment-Grade-Unternehmensanleihen Ende Juli bei 87 Basispunkten – 10 Basispunkte über ihrem Tiefststand von Mitte März. In den vier Folgemonaten weiteten sie sich dann um etwa 5 Basispunkte aus.

... bei weiterhin gedämpfter Risikobereitschaft

Die asynchronen Bewegungen der Aktienkurse und Risikoaufschläge sowie das Unvermögen der Märkte für Unternehmensanleihen, ihre erlittenen Verluste auszugleichen, waren weitgehend einer Sensitivität der Kreditnehmer gegenüber Ereignisrisiken zuzuschreiben, die infolge der Entwicklungen in den Vormonaten (u.a. der Herabstufung von General Motors) gestiegen war. Das kräftige Nachfragewachstum bei den „collateralised debt obligations“ (CDO; forderungsgedeckten Schuldverschreibungen) im zweiten Halbjahr 2005 lässt zwar darauf schliessen, dass die Risikobereitschaft der Anleger nach wie vor hoch war, doch hatte sie sich gegenüber Ende 2004/Anfang 2005 etwas abgeschwächt. Das linke Feld der Grafik 1.10 zeigt die Vergütung, die die Anleger für die Übernahme von Ausfallrisiken verlangen (s. das Feature „Risikoaversion und Risikoprämien am CDS-Markt“). Dieser Kennzahl zufolge hat sich die Risikobereitschaft der Anleger von den Turbulenzen an den Kreditmärkten von März bis Mai 2005 noch immer nicht vollständig erholt.

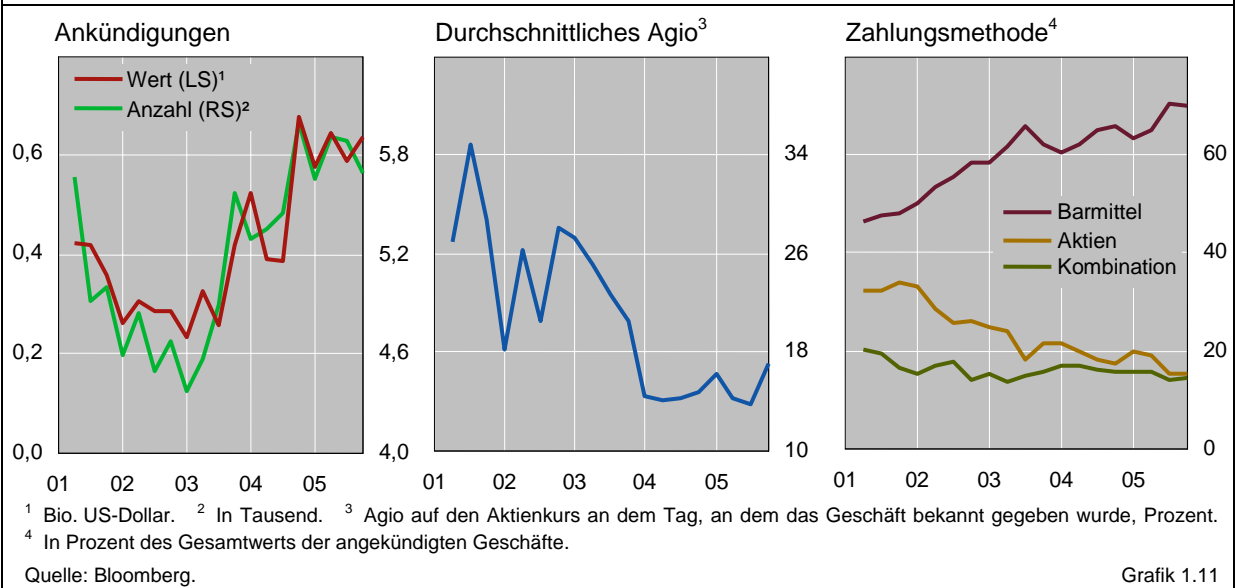
Die wachsende Zahl von Unternehmen, die aktionärsfreundliche Massnahmen ankündigten, war offenbar eine ständige Erinnerung an das Verlustrisiko,

Märkte für Credit-Default-Swaps (CDS)



das Kreditinstrumenten eigen ist. Unternehmen suchen ihr Gewinnwachstum zunehmend durch Akquisitionen aufrechtzuerhalten. Von Januar bis Oktober 2005 wurden 35% mehr Fusionen und Übernahmen gemeldet als im entsprechenden Vorjahreszeitraum (Grafik 1.11). Akquisitionen sind den Interessen von Kreditgebern nicht notwendigerweise abträglich. Beruhigend für diese kann die Tatsache sein, dass ein grosser Teil der 2005 gemeldeten Übernahmen durch Barzahlung finanziert wurde. Solche Geschäfte mögen zwar den Fremdkapitalanteil erhöhen, in der Vergangenheit haben sie aber den Gewinnen

Fusionen und Übernahmen weltweit



tendenziell mehr Auftrieb gegeben als durch Aktienaussgabe finanzierte Übernahmen. Darüber hinaus blieb das Agio auf den Aktienpreis des Übernahmeziels in diesem Jahr deutlich unterhalb der Agios, die Unternehmen während der letzten grossen Fusionswelle im Jahr 2000 zahlten.

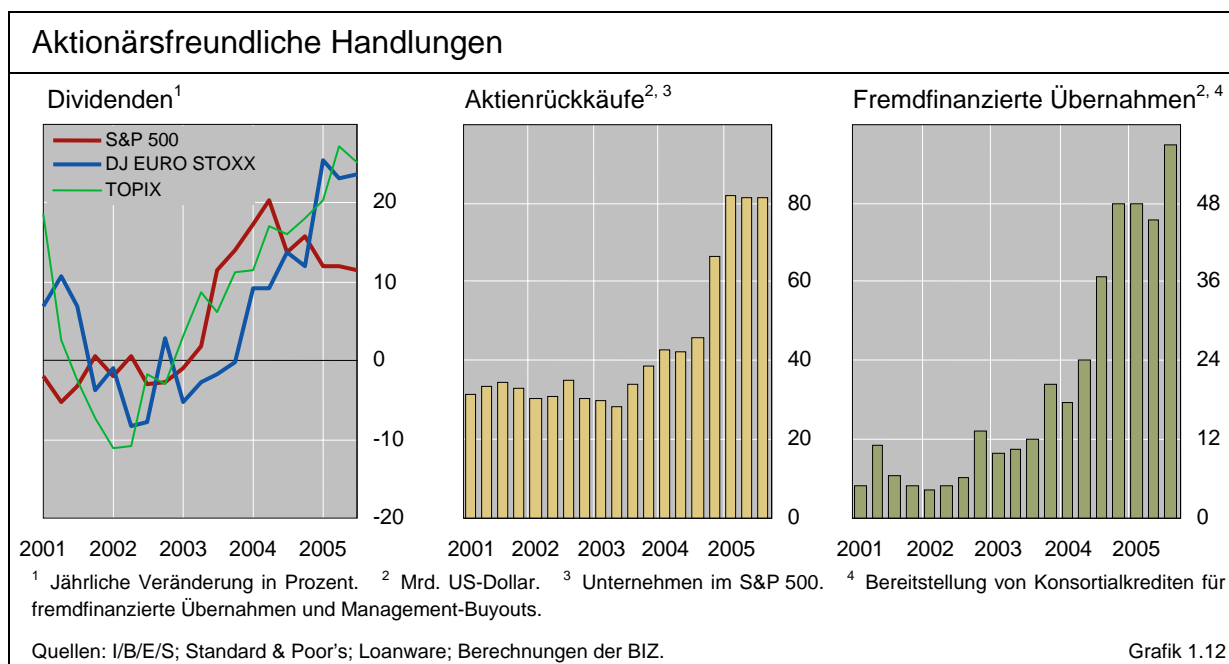
Aktionärsfreundliche
Änderungen der
Kapitalstruktur

Bedenklicher für Kreditgeber sind Veränderungen der Kapitalstruktur der Unternehmen. Die Mittelaufnahme für fremdfinanzierte Übernahmen war in den ersten drei Quartalen 2005 annähernd doppelt so hoch wie im entsprechenden Vorjahreszeitraum (Grafik 1.12). Zudem war laut Standard & Poor's die Schuldenquote bei diesen Übernahmen so hoch wie seit vielen Jahren nicht mehr. In den USA haben überdies die Aktienrückkäufe ihren Höchststand von 2004 schon deutlich überschritten, und an den wichtigsten Märkten weisen die Dividenden zweistellige Zuwachsraten auf.

US-Automobilbranche
Anlass zu Besorgnis

Die US-Automobilindustrie bereitete den Kreditanlegern weiterhin Sorgen. Der grösste Autoteilezulieferer in den USA, die ehemalige General-Motors-Tochter Delphi, meldete im Oktober Konkurs an. Dies führte zu einer weiteren Herabstufung von General Motors, da zwischen den beiden Unternehmen vielfältige Verbindungen bestehen. Darüber hinaus wurden wegen des Konkurses von Delphi zahlreiche CDO herabgestuft. Noch im Dezember 2004 war Delphi mit „investment grade“ bewertet worden, und so war es in eine breitere Palette von CDO als Referenzschuldner aufgenommen worden, als es gemeinhin für Schuldner mit niedrigerem Rating der Fall ist. Trotz dieser Kettenreaktion verkräfteten die Kreditmärkte den Konkurs problemlos. Begünstigt wurde dies durch Initiativen, mit denen das Funktionieren des CDS-Marktes verbessert werden soll, u.a. die Barabwicklung von Indexkontrakten (s. „Märkte für derivative Instrumente“).

Auch auf den Hurrikan Katrina reagierten die Kreditmärkte ruhig, obwohl er die kostspieligste Naturkatastrophe der Geschichte war (s. Kasten auf



S. 15). Die Spreads auf Credit-Defaults-Swaps mehrerer Erst- und Rückversicherer stiegen in den Wochen nach den Verheerungen durch Katrina deutlich an. Ende September weiteten sie sich nochmals aus, bevor der Hurrikan Rita die USA erreichte. Allerdings hatten sich während der Verkaufswelle an den Kreditmärkten im Frühjahr 2005 die Spreads vieler Versicherungsgesellschaften noch stärker ausgeweitet.

Trotz solcher Überraschungen und des Trends zu Massnahmen zugunsten der Anteilseigner schienen die Anleger die Aussichten für die Kreditqualität weiterhin zuversichtlich einzuschätzen. In den letzten Monaten sind die kurzfristigen CDS-Spreads für US-Unternehmen im Verhältnis zu den langfristigen Spreads gestiegen, was auf sinkenden Optimismus der Anleger hindeutet (Grafik 1.10). Die Renditenstrukturkurve ist jedoch noch immer so steil wie 2004, was darauf schliessen lässt, dass die Anleger in naher Zukunft keine wesentliche Verschlechterung der Fundamentaldaten der Kreditnehmer erwarten. Dies lässt sich auch aus den Prognosen der meisten Analysten ablesen. So prognostiziert z.B. Moody's, dass die (weltweite) Ausfallquote bei als spekulativ eingestuften Titeln steigen wird, erwartet jedoch, dass sich dieser Anstieg schrittweise vollzieht, von dem zyklischen Tief von 1,8% Mitte 2005 auf etwas über 3% ein Jahr später. Auch wird erwartet, dass die Ausfallquote deutlich unter dem Durchschnitt der 1990er Jahre von 4,8% bleibt.

Allmählicher
Anstieg der
Ausfallquote
erwartet

Auswirkungen des Hurrikans Katrina auf die Rückversicherer

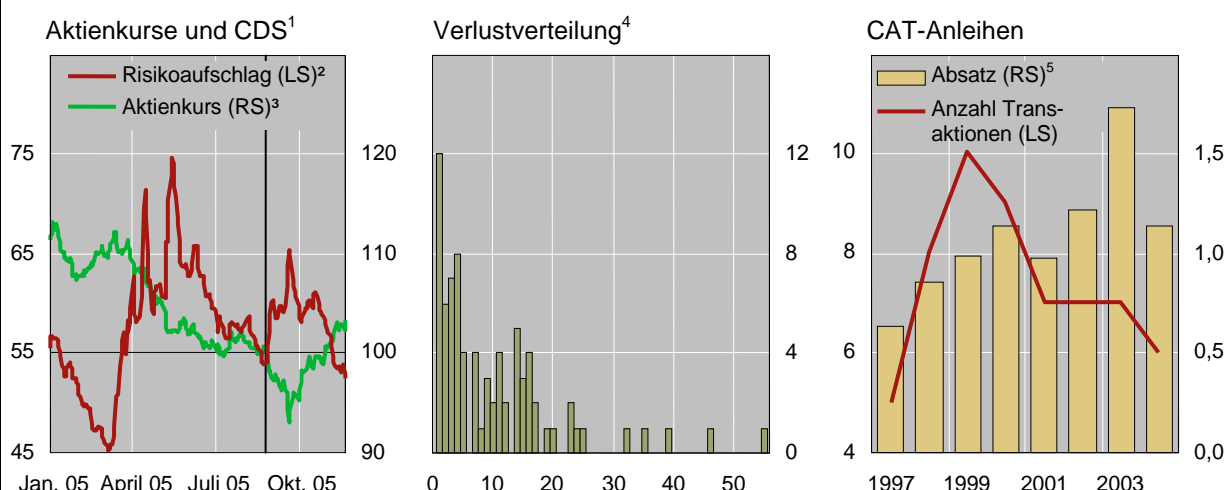
Ingo Fender und Philip Wooldridge

Hurrikan Katrina, der Ende August 2005 die US-amerikanische Küste am Golf von Mexiko verwüstete und die Stadt New Orleans weitgehend zerstörte, dürfte als die bisher teuerste Naturkatastrophe in die Geschichte eingehen. Die versicherten Schäden werden auf die Rekordsumme von \$ 60 Mrd. geschätzt – mehr als doppelt so viel wie bei Hurrikan Andrew im Jahr 1992. Wegen der Grösse und Art der Katastrophe wird von den Versicherungsschäden, die Katrina verursacht hat, wahrscheinlich ein höherer Anteil (bis zu 50%) von Rückversicherern zu tragen sein als bei früheren Katastrophen. Trotz der enormen Schäden erwarteten die Anleger auf den Finanzmärkten jedoch zu keinem Zeitpunkt, dass Hurrikan Katrina ernste Verwerfungen zur Folge haben würde. Zwar tendierten die Risikoaufschläge auf Credit-Default-Swaps von Rückversicherern im September zur Ausweitung, doch diese war weniger ausgeprägt als während der im Frühjahr beobachteten Verkaufswelle an den Kreditmärkten (linkes Feld der Grafik unten). Zudem gingen die Risikoaufschläge im Oktober wieder zurück, und auch die Kurse von Rückversicherungsaktien erholten sich rasch.

Rückversicherer tragen zur Stabilität des Finanzsystems bei. Durch die Bereitstellung von Versicherungsschutz für Versicherer absorbiert der Rückversicherungssektor Schocks, die andernfalls die Zahlungsfähigkeit der Erstversicherer untergraben könnten. Insbesondere erleichtern sie die Risikostreuung. Durch ihre Aktivitäten als Anleger tragen sie darüber hinaus zur Marktliquidität bei, besonders an Risikotransfermärkten. Daher könnten Probleme im Rückversicherungssektor erhebliche Auswirkungen auf andere Sektoren haben – entweder direkt durch Konkurse von Rückversicherern oder durch Ratingherabstufungen, die sie zwingen könnten, sich aus Aktivitäten ausserhalb ihres Kerngeschäfts zurückzuziehen.

Die Widerstandsfähigkeit des Rückversicherungssektors angesichts des Hurrikans Katrina ist weitgehend auf seine starke Kapitalausstattung zurückzuführen. Nach den Terroranschlägen in den USA vom September 2001 kam es zu einem deutlichen Anstieg der Versicherungsprämien, insbesondere für den Schutz vor Katastrophenrisiken. Dies half vielen Rückversicherern bei der Erneuerung ihrer Kapitalbasis – direkt nach den Anschlägen war fraglich gewesen, ob diese ausreichend sei. Das starke Wachstum der Prämien weckte auch das Interesse neuer Private-Equity-Anleger. So waren z.B. die Hedge-Fonds unter den Startkapitalgebern für eine Reihe von neu gegründeten Rückversicherungsgesellschaften; jüngste Beispiele hierfür sind CIG Re und Glacier Re.

Folgen des Hurrikans Katrina



¹ Vertikale Linie: Tag, an dem der Hurrikan Katrina die USA erreichte (29. August). ² Gewichteter Durchschnitt der Spreads 5-jähriger Credit-Default-Swaps von Swiss Re, Münchener Rück und ACE (in US-Dollar) mit modifizierten Umschuldungsklauseln; Basispunkte. ³ Rückversicherungssektor im Verhältnis zum globalen Aktienindex; 29. August 2005 = 100. ⁴ Geschätzte Verluste von 78 Erst- und Rückversicherern infolge des Hurrikans Katrina; der Anteil der verlorenen Eigenmittel (x-Achse, Prozent) wird der Anzahl Gesellschaften (y-Achse) gegenübergestellt. ⁵ Mrd. US-Dollar.

Quellen: Benfield Group; Datastream; Guy Carpenter; Markit; Swiss Re; Berechnungen der BIZ.

Laut der von der internationalen Vereinigung der Versicherungsaufsichtsbehörden (IAIS) erstellten Rückversicherungsstatistik hielten Rückversicherer zum Jahresende 2003 Kapital in Höhe von \$ 244 Mrd. Die Zahlungsfähigkeit der Branche als Ganzes wird daher durch die Verluste infolge des Hurrikans Katrina nicht beeinträchtigt. Für einzelne Rückversicherer dürften jedoch die geschätzten Verluste im Verhältnis zu ihrem Eigenkapital so hoch sein, dass Rekapitalisierungsbedarf besteht und Ratingherabstufungen drohen (s. vorstehende Grafik, mittleres Feld). Einige Rückversicherer haben denn auch bereits Schritte unternommen, um ihre Kapitalbasis wieder aufzustocken. Die Bereitschaft der Anleger, diesen Gesellschaften Kapital zuzuführen, lässt darauf schließen, dass sie weiterhin auf die Fähigkeit der Rückversicherer vertrauen, die Schadensrisiken von Naturkatastrophen zu modellieren und korrekt zu bewerten. Bedenken hinsichtlich der Fähigkeiten zur Risikomodellierung sowie zunehmende Schadenshäufigkeiten könnten allerdings mittelfristig Änderungen der Ratingkriterien und Herabstufungen von Ratings zur Folge haben.

Der direkte Beitrag der Kapitalmärkte zur Absorption der Schäden durch den Hurrikan Katrina wird sich in Grenzen halten – trotz der vom Hurrikan Andrew ausgelösten Bemühungen den Einsatz von Instrumenten wie Katastrophenanleihen und -optionen (CAT-Anleihen und -Optionen) zu fördern, um Katastrophenrisiken breiter zu streuen. Mitte 2005 betrug der gesamte Umlauf an CAT-Anleihen weniger als \$ 5 Mrd., und nur ein geringer Bruchteil dieser Summe entfiel auf das Hurrikanrisiko an der US-Golfküste. Ein Grund für diese etwas enttäuschende Entwicklung des Marktes ist, dass die Abwägung zwischen Basisrisiko und „Moral Hazard“ dem Nutzen von CAT-Anleihen gegenüber herkömmlichen Rückversicherungsverträgen Grenzen setzt. Letztere vermeiden das Basisrisiko durch eine Vertragsgestaltung, die auf die Bedürfnisse derjenigen Gesellschaft abgestimmt ist, die das Risiko transferieren will; dadurch erhöht sich allerdings die Komplexität des Vertrags, so dass die Überwachungskosten steigen. Standardisierte Verträge wiederum verringern Moral-Hazard-Effekte, indem sie Zahlungen von im Voraus bestimmten regionalen oder branchenweiten Verlustniveaus abhängig machen; sie erhöhen jedoch das Basisrisiko für die das Risiko transferierende Partei.